

[2009.1.7]

交易额持续回暖，股票承销跌入冰点

——2009 年 1 月月报

梁静 董乐
021-38676850 021-38676650
liangjing@gtjas.com dongle@gtjas.com

本报告导读：

- 12 月份日均股票基金交易额 1060 亿元；
- 2008 年经纪和股票承销业务量同比分别下滑 41.8% 和 68.7%；
- 创业板将从多个方面增厚券商业绩。

投资要点：

- 12 月份日均股票基金交易额 1060 亿元、环比增加 20.9%。12 月股票基金成交额 24,376 亿元，同比下降 17.7%，但环比上升 39.1%。日均股票基金成交额 1060 亿元、环比增长 20.9%，这也是继 11 月份之后连续第二个月快速上升。但多只权证停止交易、使得权证交易额环比降低 55.8%，受此影响，日均股票基金权证成交额仅 1244 亿元，环比下降 8.3%，同比也下降 0.9%。
- 12 月份股票公开发行 9.74 亿元，完成企业债券发行 110 亿元。12 月，股票公开发行市场仅完成 1 单业务，募集资金 9.74 亿元，发行金额同比下降 98.4%，环比下降 87.7%。企业债券发行规模也有所萎缩，全月完成 9 只企业债发行，共募集资金 110 亿元，同比下降 68.1%，环比下降 76.7%。
- 4 季度交易额止跌回升，但股票承销跌入冰点。第 4 季度日均股票基金成交额 835 亿元，较上季度上升 10.3%。受权证交易大幅上升推动，日均股票基金权证 1160 亿元，环比增长 22.1%。但 IPO 暂停使得股票发行继续大幅萎缩，整个季度股票承销仅完成 5 单公开增发，募集资金 109 亿元，同比下降 94.2%，环比下降 57.8%。
- 2008 年经纪和股票承销业务量同比分别下滑 41.8% 和 68.7%，但债券发行继续呈爆发性增长。2008 年全年股票基金成交额 273,243 亿元，同比下降 41.8%；日均 1111 亿元，同比下降 42.7%，略高于我们的预期。由于权证交易额同比降幅较小，全年股票基金权证成交额 342,722 亿元，日均 1393 亿元，分别同比下降 33.3% 和 38.4%。承销方面，则呈现出股票和债券冰火两重天的态势，2008 年完成股票公开发行额 1682 亿元，同比下降 68.7%，债券发行额 3393 亿元，同比则增长 99.5%。
- 扩容压力尚待进一步释放。12 月份进入券商股解禁高峰，海通证券与长江证券分别解禁 22.3 亿股与 5.9 亿股。与我们的预期相左，解禁后股价反而分别上涨 16.6% 和 8%。目前海通证券的 PB 估值已达到我们所给的安全区域的上端、且估值与中信相比并无优势。随着股价的进一步上行，限售股减持压力也需要进一步释放。
- 创业板将从多个方面增厚券商业绩。监管层已发出加速推进创业板的政策信号，2009 年推出创业板也将水到渠成。对券商而言，创业板的推出将为其带来经纪、承销、直投等多方面的增量收入，其中承销收入可达 10-18 亿元。
- 维持对证券行业的中性评级。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

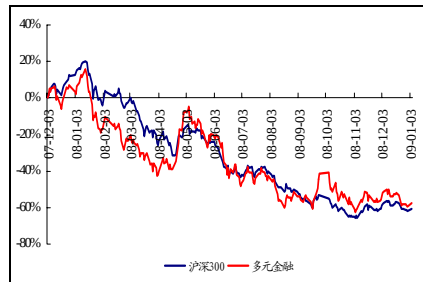
细分行业评级

证券经纪与交易业	中性
信托业	中性

主要上市公司评级

中信证券	增持
S 延边路	增持
宏源证券	中性
海通证券	中性
国金证券	中性
东北证券	中性
国元证券	中性
长江证券	中性
辽宁成大	增持
吉林敖东	增持
爱建股份	中性
安信信托	中性
陕国投	谨慎增持
太平洋	减持

行业指数走势



相关报告

- 12 月月报：高换手率难以持续 (08.12.02)
- 2009 年策略报告：蓄势待机 (08.12.01)
- 11 月月报：日均交易额逼近盈亏平衡点 (08.11.06)
- 行业更新报告：这个寒冬有多冷？ (08.11.04)
- 10 月月报：政策利好无改下滑预期，关注融资融券业务的长期影响 (08.10.06)
- 行业更新报告：融资融券：利在长远 (08.10.05)
- 9 月月报：交易量快速萎缩，市场风险依然高企 (08.09.10)

1. 12 月经营情况：经纪业务明显好转

1.1. 经纪业务：日均股票基金交易额重回千亿

日均股票基金交易额环比增加 20.9%，但权证交易额骤减 55.8%。12 月股票基金成交额 24,376 亿元，环比上升 39.1%、同比下降 17.7%。日均股票基金成交额 1060 亿元，同比虽下降 28.5%，但环比增长 20.9%、继 11 月份之后继续呈现快速回升态势。受 3 只权证停止交易等的影响，本月权证交易额 4248 为亿元，环比减少 55.8%，但同比增加 20.6%。由此，日均股票基金权证成交额 1244 亿元，环比下降 8.3%，同比仅略降 0.9%。

图 1：股票基金权证成交额环比下降 8.3%（亿元）

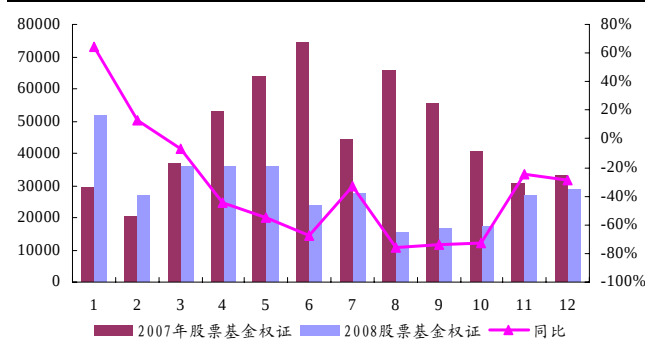
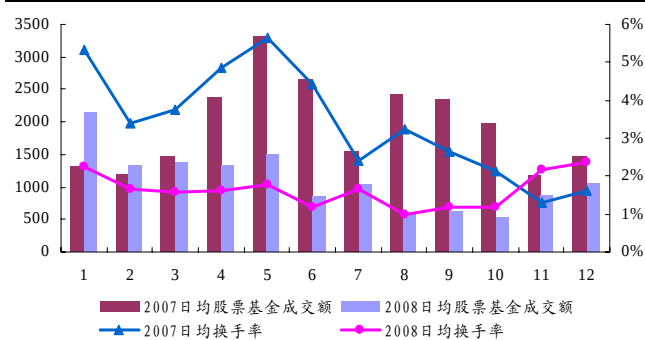


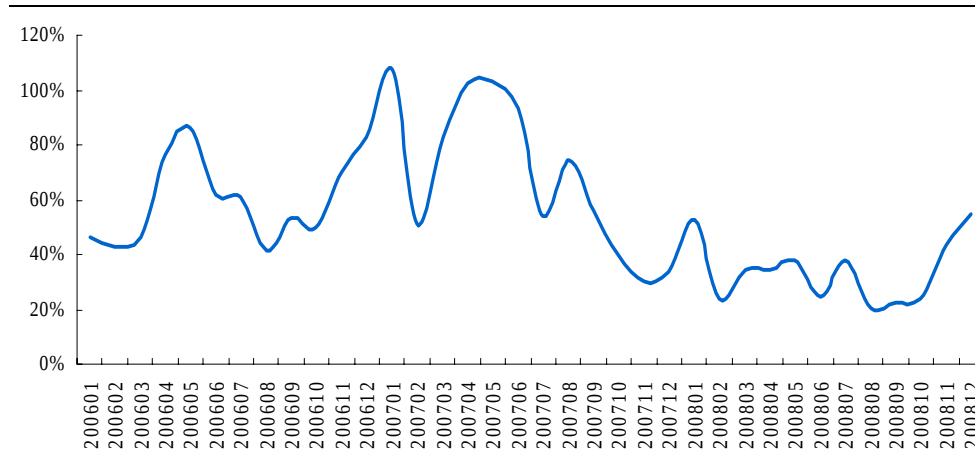
图 2：日均股票基金成交额环比增长 20.9%（亿元）



数据来源：沪深交易所

换手率创 15 个月以来新高。12 月换手率达 54.7%，创去年 11 月以来的新高，月度日均换手率 2.38%，较上月增加 0.22 个百分点，年化换手率则达 5.85 倍，远远超过了上轮熊市中 2-3 倍的年换手率水平，我们认为，在市场趋势尚未根本逆转的前提下，这一高换手率将难以持续。

图 3：12 月年化换手率达 5.85 倍

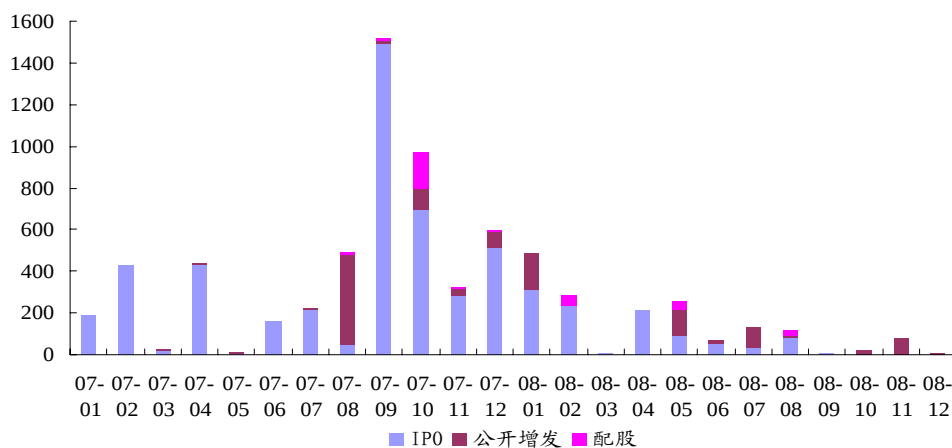


数据来源：沪深交易所

1.2. 投行业务：仅完成 1 单公开增发

12 月完成公开发行 9.74 亿元。12 月，股票公开发行市场仅完成 1 单业务，为国泰君安主承销的鲁泰 A 公开增发项目，募集资金 9.74 亿元，发行金额同比下降 98.4%。

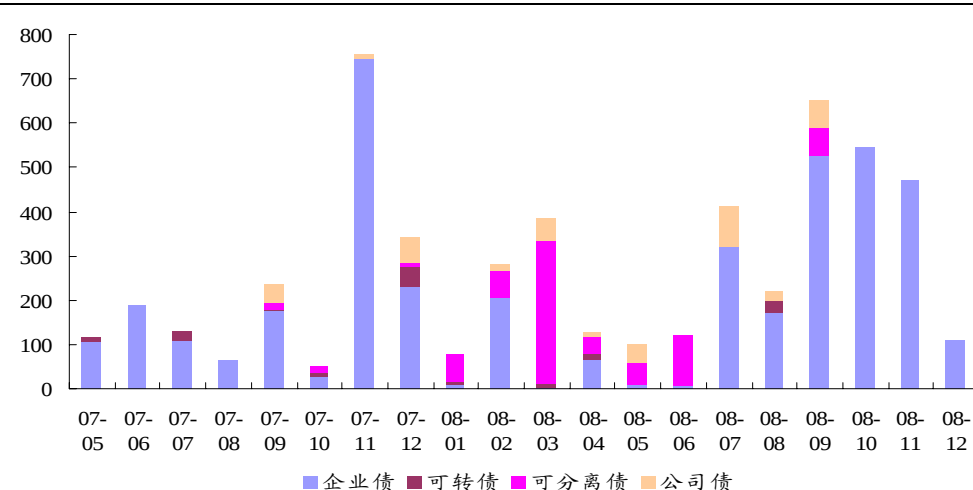
图 4：12 月完成公开发行 9.74 亿元。



数据来源：WIND

12 月完成企业债券发行 110 亿元。在历经 3 个月债券发行高峰后，12 月企业债券发行市场有所萎缩，全月完成 9 单企业债发行，共募集资金 110 亿元，同比下降 68.1%，环比减少 76.6%。此外，12 月完成 11 单中期票据发行，发行金额达 497 亿元，其中 08 首机场 MTN1 由中信证券与中国银行联合主承销，发行金额 49 亿元。

图 5：12 月完成企业债券发行 110 亿元

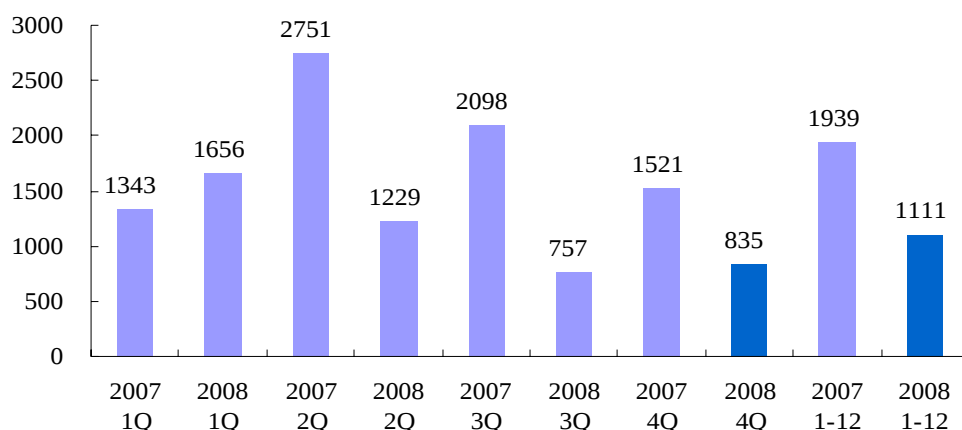


数据来源：WIND

2. 2008 年经营情况：传统业务量大幅萎缩，集合理财产品加速发行

2008 年日均股票基金成交额 1111 亿元，4 季度为 835 亿元。2008 年全年股票基金成交额 273,243 亿元，同比下降 41.8%。日均股票基金成交额 1111 亿元，同比下降 42.7%，其中 4 季度日均股票基金成交额 835 亿元，较上季度上升 10.3%。

图 6：2008 年日均股票基金成交额同比下降 42.7%（亿元）



数据来源：沪深交易所

1-11 月中信证券以 7.68% 的市场份额保持第一。1-11 月，中信证券股票基金权证交易市场份额 7.68%，尽管其全年经纪业务市场第一的地位已无悬念，但近期凭借权证交易上的优势，华泰证券已连续 4 月超越中信，排名市场第一，对中信龙头地位构成明显威胁。

表 1：1-11 月经纪业务市场份额排名

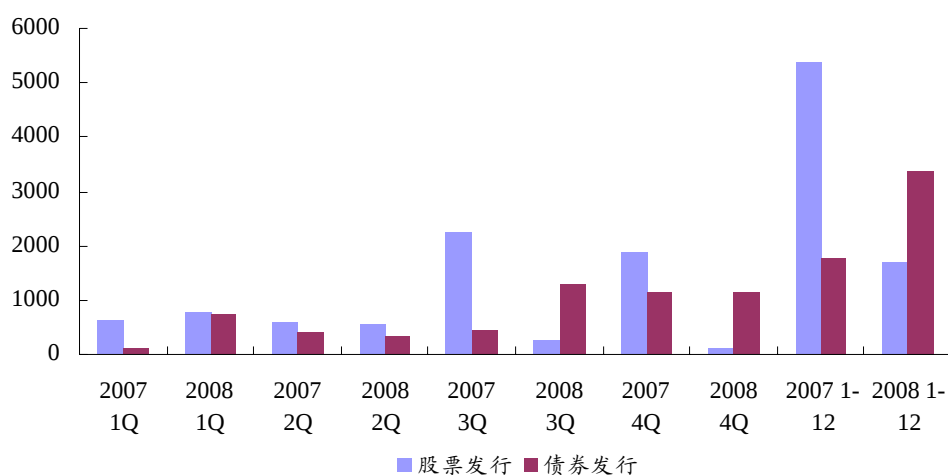
排名	券商	股票基金权证成交金额 (亿元)	市场份额
1	中信证券	48,261	7.68%
2	华泰证券	46,320	7.37%
3	国泰君安	42,890	6.83%
4	中国银河	37,872	6.03%
5	广发证券	28,913	4.60%
6	海通证券	27,516	4.38%
7	国信证券	26,798	4.27%
8	招商证券	23,350	3.72%
9	申银万国	23,206	3.69%
10	中投证券	22,167	3.53%
11	光大证券	19,367	3.08%
12	安信证券	14,737	2.35%

13	齐鲁证券	13,167	2.10%
14	东方证券	10,494	1.67%
15	兴业证券	9,519	1.52%
16	长江证券	8,018	1.28%
17	方正证券	7,734	1.23%
18	中银国际	7,543	1.20%
19	中金公司	7,500	1.19%
20	宏源证券	6,622	1.05%
27	国元证券	5,333	0.85%
32	东北证券	4,148	0.66%
37	国金证券	3,684	0.59%
72	太平洋证券	1,3454	0.23%

数据来源：沪深交易所

2008 年完成股票公开发行 1682 亿元，债券发行 3393 亿元。2008 年共完成股票公开发行 1682 亿元，较去年下降 68.7%。其中 IPO1040 亿元，公开增发 522 亿元，配股 120 亿元。单就 4 季度来看，IPO 暂停使得股票发行继续大幅萎缩，整个季度股票承销仅完成 5 单公开增发，募集资金 109 亿元，同比下降 94.2%，环比下降 57.8%。相对而言，债券发行今年增长迅猛，全年完成企业债券发行 109 家，发行金额 3393 亿元，较去年增长 99.5%。

图 7：股票公开发行较去年下降 68.7%，债券发行增长 99.5%（亿元）



数据来源：WIND

中信证券以明显优势继续领跑 2008 年股票和债券发行。2008 年，中信证券完成股票公开发行 426 亿元、企业债券发行 813 亿元，市场份额分别达 25.3%以及 24.1%，且同排名第二的中金公司有明显差距。

表 2: 2008 年股票公开发行排名

排名	主承销商	发行家数	主承销金额 (亿元)	市场份额
1	中信证券	11	425.57	25.30%
2	中金公司	1.5	204.93	12.18%
3	国泰君安	6	168.43	10.01%
4	平安证券	9	157.62	9.37%
5	银河证券	1.5	137.48	8.17%
6	安信证券	3	112.93	6.71%
7	华泰证券	6	54.41	3.23%
8	广发证券	11	46.85	2.79%
9	中银国际	0.5	44.57	2.65%
10	兴业证券	1.5	34.40	2.04%
11	中投证券	2	31.95	1.90%
12	海通证券	7	31.05	1.85%
13	东北证券	4	29.33	1.74%
14	国金证券	2	28.28	1.68%
15	光大证券	2	21.1	1.25%
16	国信证券	4	18.52	1.10%
17	宏源证券	5	16.21	0.96%
18	民生证券	3	13.97	0.83%
19	瑞银证券	1	13.83	0.82%
20	招商证券	4	11.67	0.69%
23	国元证券	2	5.09	0.30%
25	长江证券	1	4.49	0.27%
26	太平洋	1	3.09	0.18%

数据来源: WIND

表 3: 2008 年企业债券市场发行排名

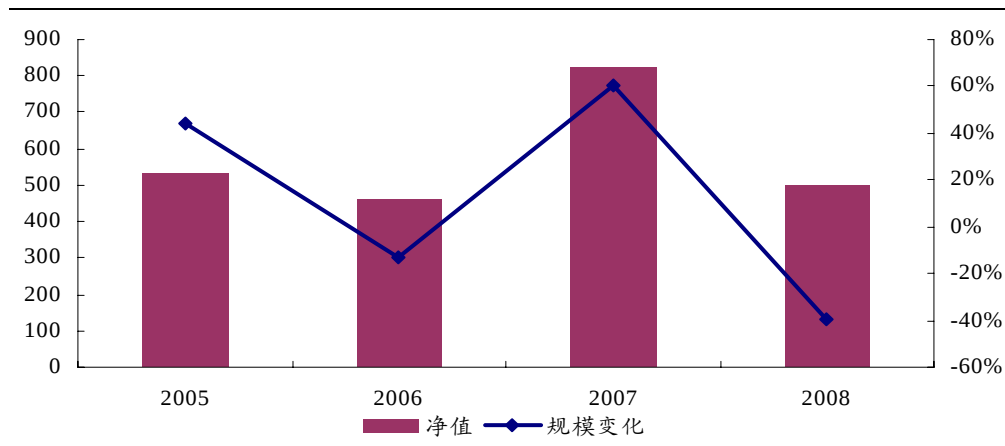
排名	主承销商	发行家数	主承销金额 (亿元)	市场份额
1	中信证券	20.9	812.7	24.13%
2	中金公司	9.6	517.0	15.35%
3	国泰君安	14.7	313.2	9.30%
4	银河证券	7.1	261.8	7.77%
5	中银国际	6.8	193.3	5.74%
6	招商证券	2.4	159.2	4.73%
7	国开行	2.7	108.7	3.23%
8	高盛高华	0.3	100.0	2.97%
9	国信证券	2.5	95.0	2.82%
10	平安证券	5.0	88.0	2.61%
11	中投证券	2.5	87.0	2.58%
12	中国建银	0.7	83.3	2.47%

13	光大证券	0.7	72.5	2.15%
14	安信证券	0.5	66.7	1.98%
15	广发证券	5.0	63.4	1.88%
16	西南证券	1.3	46.5	1.38%
17	长江证券	1.0	45.0	1.34%
18	财富证券	2.0	40.0	1.19%
19	华林证券	3.5	26.5	0.79%
20	申银万国	1.0	21.5	0.64%
24	宏源证券	2.0	19.0	0.56%
32	海通证券	1.0	6.0	0.18%

数据来源：WIND

集合理财产品审批步伐加快，但规模约大幅减少。2008 年资产管理业务呈现稳步发展态势。主要特征为：（1）审批步伐加速，全年共有 16 支集合理财产品成立，为 2007 年的 2 倍，成立规模合计 156 亿，另有 6 支产品仍在推广期。审批加速的另一个标志是，下半年步伐明显加快，6-12 月共有 8 支产品成立、6 支产品进行推广。（2）从产品种类来看，新批产品以偏债性产品居多，这也反映出低风险的监管取向。如今年新设的 16 支产品中有 2 支股票型、7 支混合型、4 支 FOF 型、3 支债券型产品；下半年新批的 14 支产品中有 7 支为债券型。（3）尽管产品数量稳步增长，但受制于股票市场环境恶化和部分产品到期，集合理财规模仍明显萎缩，截至 2008 年末，共有 40 支集合理财产品，较期初增长 14 支，我们推测期末理财产品合计规模约 455 亿元，较 2007 年末下降 45%。

图 8：集合理财产品规模变化



数据来源：WIND

3. 行业动态：创业板推出预期日渐明朗

表 4：12 月行业动态

主要进展	我们的观点
1、市场动态： 限售股解禁 ● 12 月 29 日，海通证券与长江证券分别解禁 20.69 亿股以及 5.93	● 尽管两支股票在解禁后 3 天逆势走强，但我们

亿股, 分别达到其已有流通股本的 55%与 69%。

认为在估值水平未见明显优势, 而供求关系未得改善的前提下, 两家公司股价仍面临下行压力。

2、业务动态:

创业板	“金融三十条”提出, 完善中小企业板市场各项制度, 适时推出创业板, 逐步完善有机联系的多层次资本市场体系。 12 月 29 日, 《第一财经日报》报道, 创业板随时准备推出。	创业板的推出将提升经纪、投行、直投多项收入。
融资融券	证监会副主席庄心一 12 月 16 日表示, 在证券公司融资融券试点的设计和准备工作中, 始终要贯彻积极、务实、周密、力求试点进程和效果最优化, 最优化方面可能有时会影响到试点进程。	融资融券准备工作基本就绪, 但“进程和效果最优化”意味着, 融资融券试点方案的出台仍然在等待着较好的市场时机。
股指期货	中国证监会主席助理姜洋表示我国将加强金融期货的研究开发, 深化完善股指期货上市的各项准备工作, 为适时推出股指期货积极创造条件。	股指期货应该融资融券试点成功后择机推出。
集合理财	- 国元黄山 2 号集合资产管理计划于 2008 年 12 月 18 日成立, 成立规模 9.22 亿元, 公司参与金额 0.46 亿元, 管理费 1.2%。 - 长江超越理财增强债券和长江超越理财 3 号分别于 2008 年 12 月 18 日与 2009 年 1 月 5 日成立, 成立规模分别为 1.97 亿元与 2.69 亿元, 管理费分别为 0.88%与 1%。 - 中信债券优化于 2009 年 1 月 6 日成立, 成立规模达 40.3 亿元, 管理费 0.8%。 - 东方红 4 号获批、广发集合理财 3 期获展期。	2008 年资产管理业务呈现稳步发展态势, 伴随着管制的进一步放松, 这一趋势可在 2009 年得以延续。
直接投资	中信证券公告, 2008 年 12 月 26 日, 根据国家发展改革委关于同意开展绵阳科技城产业投资基金筹备工作的批复, 绵阳科技城产业投资基金正式成立, 并取得《合伙企业营业执照》。	产业投资基金长期看将为公司提供较为稳定的收入来源, 但短期业绩贡献有限。

3、行业业绩

深圳地区券商 1-11 月业绩	深圳辖区 2008 年度机构监管工作会议报道, 今年 1 至 11 月, 深圳辖区证券公司共实现营业收入 270 亿元、净利润 121 亿元, 较上年同期减少了 62%。	我们预期 2008 年行业净利润在 475 亿元左右, 同比下滑 64%
--------------------	---	--

3.1. 限售股解禁进入高潮

海通证券和长江证券的限售股解禁进入高潮。11 月 21 日, 海通证券定向增发的 12.9 亿股解禁, 12 月 27、29 日公司分别解禁定向增发的 1.6 亿股与借壳前股东的 20.7 亿股。此外, 长江证券也有 5.9 亿股于 12 月 27 日解禁。

与我们的预期相左的是, 公司的股价并未因供给急剧增长而下跌, 在解禁后的 5 个交易日内, 海通和长江的股价分别上涨 16.6%和 8%、分别超越大盘 12%和 3.4%。我们认为, 前期跌幅较大使得估值已经跌入安全边际、以及其他限售股的联动效应是推动海通不跌反涨的主要原因。目前海通证券的 PB 估值已达到我们所给的安全区域的上端、且估值与中信相比并无优势, 随着股价的进一步上行, 限售股减持压力也需要进一步释放。

表 5: 海通证券大宗交易情况

	成交均价	成交量合计 (百万)	笔数
2008-11-21 至 2008-12-26	11.0	209.8	43
2008-12-27 至 2008-12-31	7.7	57.8	3
合计	10.8	267.6	46

数据来源: 上交所

表 6: 上市“小非”减持海通证券情况

	解禁股数 (百万股)	成交股数 (百万股)	成交均价 (元)
东阳光铝	10.12	10.12	8.16
*ST 二纺机	5.52	5.52	8.23

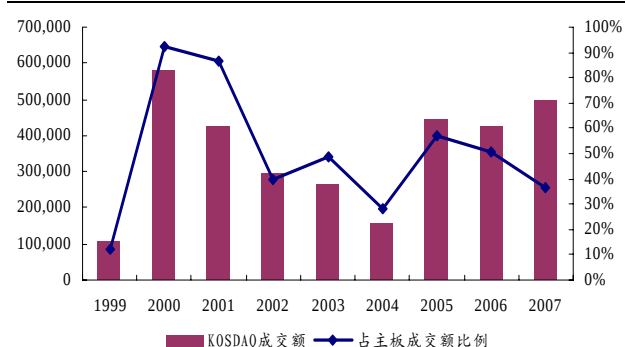
数据来源: 上市公司公告

3.2. 创业板推出预期明朗

国办“金融 30 条”再次明确创业板推出预期。《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》于 12 月 8 日发布, 其中明确提出“完善中小企业板市场各项制度, 适时推出创业板, 逐步完善有机联系的多层次资本市场体系。”而证监会已于 2008 年 3 月推出《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》, 就创业板规则和创业板管理办法公开征求意见。我们猜测, 随着对中小企业支持力度的加强, 作为中小企业融资重要渠道的创业板的推出已成为大势所趋。对券商而言, 创业板的推出将为其带来经纪、承销、直投等多方面的增量收入。

创业板的高换手率可带来增量成交额。从境外市场看, 韩国 KOSDAQ 市场成交额占主板市场成交额比重在 30%-50% 左右, 而发展更为完善的 NASDAQ 市场交易额已占 NYSE 交易额的 70%。高换手率是创业板市场产生增量交易额的主要因素, 韩国 KOSDAQ 年换手率基本在 5 倍以上, 较主板市场高出 2-4 倍, 美国 NASDAQ 市场换手率也可达 2.5-4 倍, 较主板市场高出 3 倍。从国内中小板看, 目前中小板市场规模仍然偏小, 成交额占全市场的 3%-6%, 但换手率仍高出全市场 1 倍。

图 9: 韩国 KOSDAQ 市场成交情况 (十亿韩元)



数据来源: CEIC

图 10: 美国 NASDAQ 市场成交情况 (十亿美元)

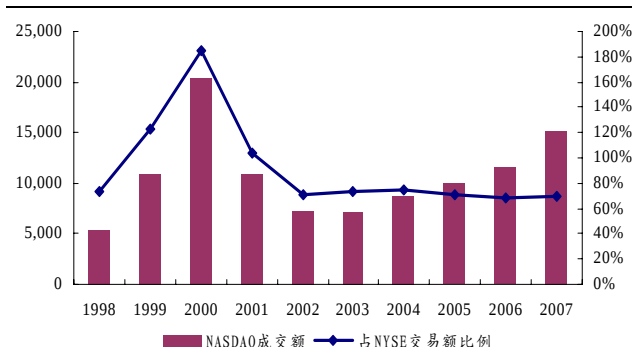
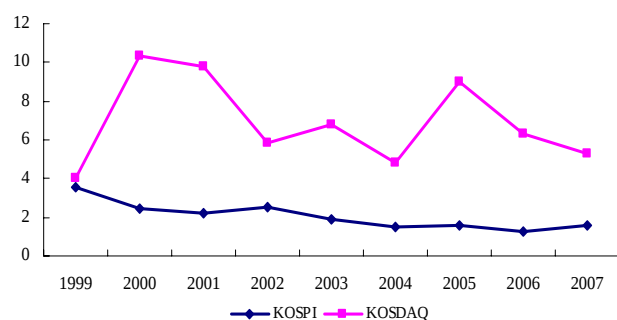


图 11: 韩国 KOSDAQ 市场换手率



数据来源: CEIC

图 12: 美国 NASDAQ 市场换手率

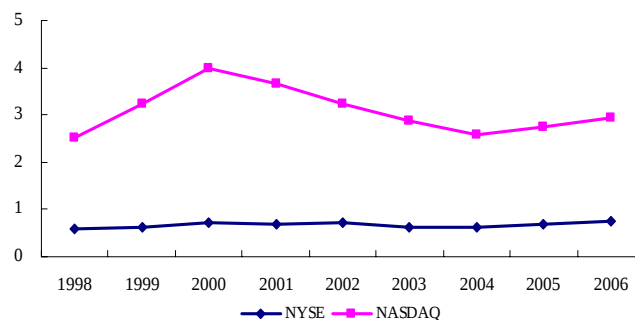
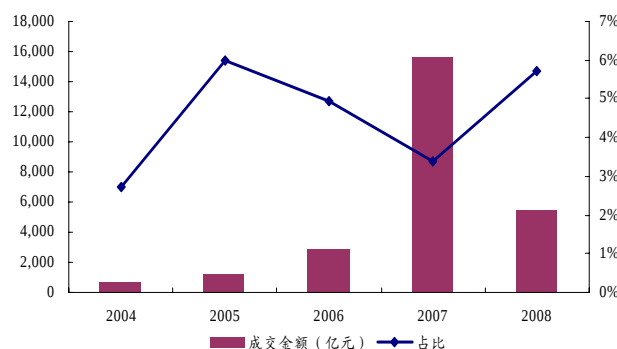
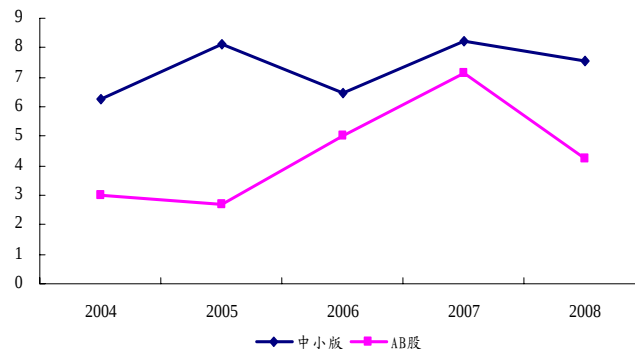


图 13: 中小板市场成交情况 (亿元)



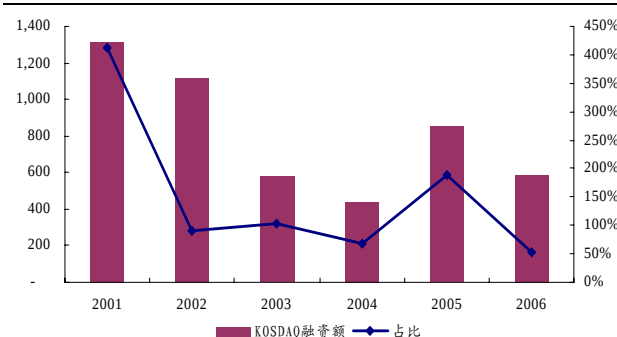
数据来源: WIND

图 14: 中小板换手率情况



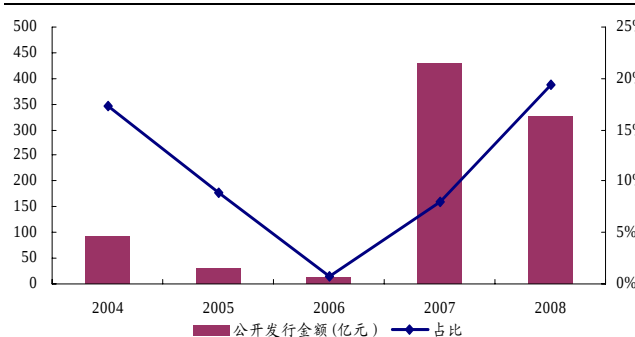
券商可获增量承销收入。韩国创业板市场在经历网络泡沫后,市场融资额基本占主板的 50%-100%,我国中小板今年融资额占比已达 18%。在创业板推出初期,发行速度或受审核程序等因素限制,发行规模难同发达国家市场相比,我们预测初期发行规模约占主板市场 15%-20%,即 250 亿-350 亿之间,发行 150 家,每家平均融资额 2.5 亿左右。按 4-5%的承销费率计算,券商可获增量承销收入 10-18 亿元。

图 15: 韩国 KOSDAQ 市场融资情况



数据来源: KSE

图 16: 中小板市场融资情况 (亿元)



数据来源: WIND

借助承销商优势，可提升直接投资业务收入。创业板的推出不仅为已有直投业务提供了推出渠道，券商更可凭借承销商的优势地位，优先获得直投股权。目前证监会对主承销商持股发行公司股权比例为 7%，即在这一比例之内，券商可担任发行公司的主承销商，“兼得鱼与熊掌”。

表 7：上市证券公司业绩预测及估值

	1 个月涨幅 (12.1-12.31)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)	投资建 议
		2007	2008	2009	2007	2008	2009			
中信证券	-8.1	1.87	1.04	0.87	10	19	23	2.26	1191	增持
宏源证券	-11.2	1.39	0.34	0.31	9	39	42	3.47	171	中性
辽宁成大	-3.3	2.36	1.01	1.15	5	12	11	2.30	109	增持
吉林敖东	0.4	3.47	1.44	1.33	5	13	14	2.28	107	增持
海通证券	-3.9	0.66	0.38	0.32	13	22	26	1.77	667	中性
东北证券	-5.1	1.92	0.62	0.49	7	20	26	2.98	70	中性
国元证券	-3.6	1.56	0.35	0.43	7	32	26	3.29	157	中性
长江证券	-18.8	1.41	0.54	0.46	8	20	24	2.99	147	中性
国金证券	4.7	1.32	1.28	0.56	17	18	40	4.96	119	中性

表 8：境外券商估值比较（美元）

	EPS			PE			ROE	PB	市值 (百万)
	2007	2008	2009	2007	2008	2009			
高盛	26.34	9.28	10.79	3	9	7	10.31	0.80	37,544
摩根士丹利	3.13	3.88	3.04		4	5	13.38	0.47	15,664
嘉信理财	1.99	1.06	1.05	17	17	17	31.96	5.21	21,175
AmeriTrade	1.35	1.19	1.32	10	11	10	25.76	2.70	7,870
E Trade	-3.40	-1.23	-0.21	-	-	-	-12.25	0.29	726
野村证券	-0.37	-2.10	-1.58	-	-	-	-3.57	0.70	13,826
大福证券	0.10	0.11	0.17	2	1	1	-	0.36	89
光大控股	0.41	0.19	0.18	3	6	6	13.04	0.85	1,693
KGI	0.06	0.02	0.01	5	15	20	-	0.69	753
元大金控	-0.03	0.02	0.02	-	17	18	7.40	-	3,394
三星证券	3.69	2.91	4.18	11	14	10	10.24	1.79	2,805

数据来源：彭博

作者简介:

梁静: 复旦大学管理学博士, 非银行金融研究员, 7 年从业经历。

董乐: 武汉大学经济学硕士, 金融工程专业, 现从事金融行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com